



2017年04月18日

增持(首次评级)

当前价: 8.36 元
目标价: 9.5 元

有色金属行业研究组

分析师: 王凤华

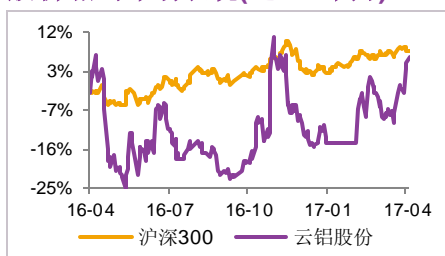
执业编号: S0300516060001

研究助理: 王保庆

电话: 010-64408440

邮箱: wangbaoqing@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	155.43	162.44	202.64	202.64
(+/-)	-2%	5%	25%	0%
净利润	1.11	6.83	11.23	14.37
(+/-)	283%	515%	64%	28%
EPS(元)	0.05	0.26	0.43	0.55
P/E	190	36	22	17

资料来源: 联讯证券研究院

云铝股份(000807.SZ)

【联讯有色公司点评】云铝股份(000807)电解铝去产能受益标的、业绩稳步回升

投资要点

◇ 事件

4月11日,公司发布2016年年度报告,报告期间公司实现营业收入155.43亿元,同比下降1.95%;归属母公司净利润1.11亿元,同比增加276.03%;EPS为0.05元/股。15日,公司发布2017年第一季度报告,报告期间公司实现营业收入47.30亿元,同比增加57.47%;归属母公司净利润1.17亿元,同比增加381.97%;EPS为0.04元/股。

◇ 点评

电解铝价格上涨、氧化铝价格及电费下降促业绩大幅回暖。原因一:2016年长江A00电解铝年均价上涨400元/吨,销量123万吨,毛利增加4.21亿元;原因二:2016年,贵阳氧化铝价格下跌91元/吨,需外购氧化铝160万吨,成本下降1.23亿元;原因三:2016年,公司综合用电成本约0.32元/千瓦时,同比下降约0.033分/千瓦时,吨铝成本下降429元,产量125万吨,成本下降4.57亿元。三者合计带动毛利增加10亿元,最终导致业绩大幅回暖。

氧化铝业务:2017年文山二期60万吨投产、未来将实现全部自给。公司拥有文山1.5亿吨和中老铝业1.4亿吨铝土矿资源。文山氧化铝一期产能80万吨/年氧化铝,文山二期60万吨/年已经建成投料,预计年中达产,2016年实现氧化铝产量82万吨,预计2017年将实现130万吨。公司另外仍在建老挝100万吨/年氧化铝项目,预计2019年年中投产,届时公司氧化铝将实现完全自给自足。2016年公司吨氧化铝生产成本1,556元/吨,预计2017年成本仍将保持在该水平。

电解铝业务:电力成本稳定、全部为合规产能。公司拥有云南铝业、云铝润鑫、云铝涌鑫和云铝泽鑫四家电解铝公司,合计产能120万吨/年,全部为合规产能。420kA和300kA大型电解槽占总产能的80%。吨铝电耗稳定在13,000kwh,2016年综合电价0.32元/kwh,电力成本4,160元/吨。成本假设:2017年电力成本不变;按照产量125万吨计算,外购氧化铝/碳素分别为133万吨/31万吨,虽然氧化铝/碳素价格均会高于去年,但考虑到氧化铝新投产50万吨,则全年成本增加仅为2.02亿元。假设全年电解铝均价涨500元/吨,将增加收入5.34亿元;假设今年产销量持平,则销售增加1.53万吨,增加收入1.67亿元。则公司全年毛利将增加4.99亿元。

铝加工业务:行业整体低迷、盈利仍不乐观。公司拥有浩鑫铝箔、云铝沥鑫和云铝泓鑫三家铝加工公司,合计产能55万吨/年。因行业整体低迷,2016年合计亏损5,507万元。我们认为2017年该资产盈利状况仍不乐观,与去年持平。

碳素业务:公司子公司云铝源鑫拥有55万吨/年产能,在建产能60万吨/



年。2016 年产量 52 万吨，2017 年预计与 2016 年持平。

◇ 盈利预测及估值：目标价“9.5”、投资评级“增持”

假设：1、2017 年电解铝/氧化铝/预焙阳极均价分别为 13,000 元/吨/2,388 元/吨/3,150 元/吨；2、2017 年电解铝/氧化铝/预焙阳极产量分别为 125 万吨/130 万吨/52 万吨，产销平衡；3、2017 年外购氧化铝/预焙阳极分别为 111 万吨/23 万吨，我们预测 2017 年公司将实现营业收入 162.44 亿元，归属母公司股东净利润 6.83 亿元，EPS 为 0.26 元。给予公司 2017 年 36 倍的 PE，对应目标价格为 9.5 元/股，投资评级“增持”。

◇ 风险提示

铝价供给侧改革不及预期、氧化铝产量不及预期、铝加工板块亏损超预期。



图表1： 公司营业收入关键假设

栏目	单位	指标	2016A	2017E	2018E	2019E	铝价格变化				
							-20%	-10%	0%	10%	20%
价格											
长江 AOO 铝	万元/吨	年均价	1.25	1.30	1.35	1.35	1.04	1.17	1.30	1.43	1.56
氧化铝（贵阳一级）	元/吨	年均价	2,065	2,288	2,376	2,376	1,830	2,059	2,288	2,517	2,746
氧化铝/电解铝		比值	15%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
预焙阳极（西南地区）	元/吨	年均价	2,680	3,150	3,150	3,150	3,150	3,150	3,150	3,150	3,150
产销量											
铝产品	万吨	销售量	123	125	155	155	125	125	125	125	125
铝产品	万吨	生产量	125	125	155	155	125	125	125	125	125
氧化铝	万吨	生产量	82	130	200	240	130	130	130	130	130
碳素制品	万吨	生产量	52	52	86	93	52	52	52	52	52
收入											
铝制品	亿元	收入	134.07	141.07	181.27	181.27	113.34	127.21	141.07	154.94	168.80
其他	亿元	收入	21.37	21.37	21.37	21.37	21.37	21.37	21.37	21.37	21.37
成本											
铝制品	亿元	成本	112.19	114.21	146.46	142.68	109.88	112.05	114.21	116.38	118.55
其他	亿元	成本	21.22	21.22	21.22	21.22	21.22	21.22	21.22	21.22	21.22
电费	元/吨	成本	4,160	4,160	4,160	4,160	4,160	4,160	4,160	4,160	4,160
外购氧化铝	万吨		159	111	99	59	111	111	111	111	111
外购碳素	万吨		23	23	7	0	23	23	23	23	23
毛利											
铝制品	亿元	毛利	21.88	26.86	34.81	38.59	3.46	15.16	26.86	38.56	50.25
其他	亿元	毛利	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
合计											
合并报表	亿元	收入	155.43	162.44	202.64	202.64	134.71	148.58	162.44	176.31	190.17
合并报表	亿元	成本	133.41	135.43	167.68	163.90	131.10	133.27	135.43	137.60	139.77
合并报表	亿元	毛利	22.02	27.01	34.96	38.74	3.61	15.31	27.01	38.71	50.40
权益	亿元	归属净利润	1.11	6.83	11.23	14.37	-10.78	-1.43	6.47	15.29	24.15
EPS	元		0.05	0.26	0.43	0.55	-0.41	-0.05	0.25	0.59	0.93
PE	倍	9.5	190	36	22	17	-23	-174	38	16	10

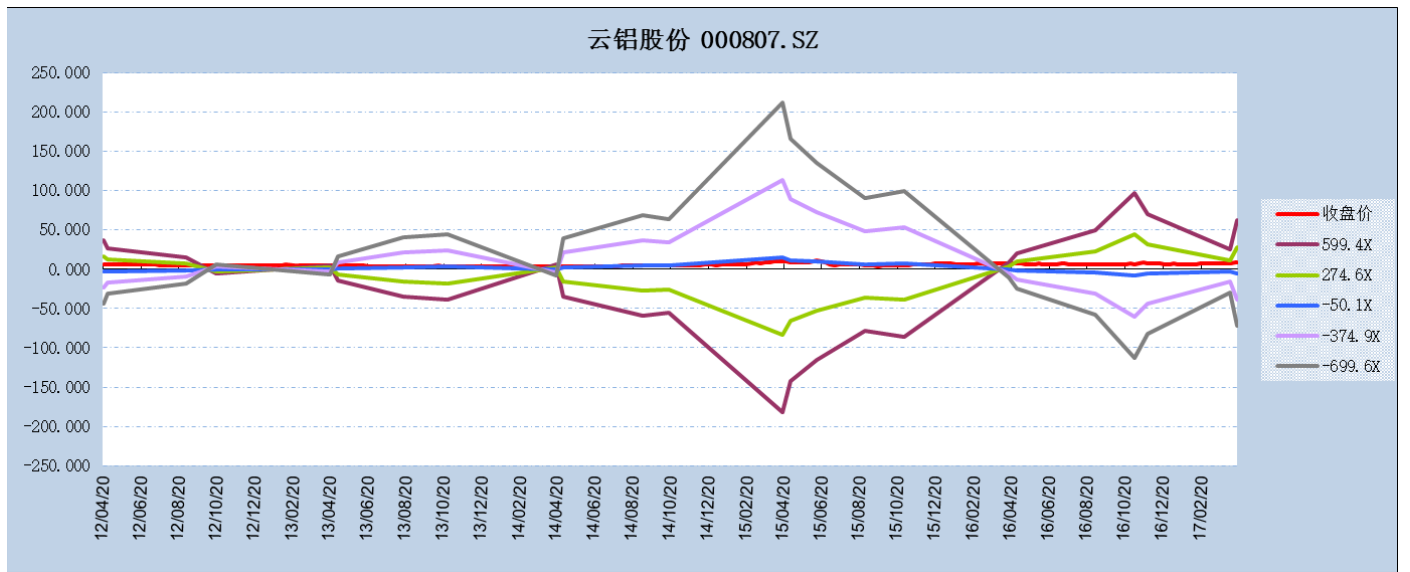
资料来源：联讯证券

备注：

- 1、 仅基于增量计算；
- 2、 假设 1 吨电解铝需要 1.93 吨氧化铝、1 吨电解铝需要 0.6 吨预焙阳极、氧化铝价格为电解铝价格的 176%；电力成本不变；
- 3、 电解铝成本变化仅考虑氧化铝价格变动及预焙阳极价格变动，仅计算外购量弹性。

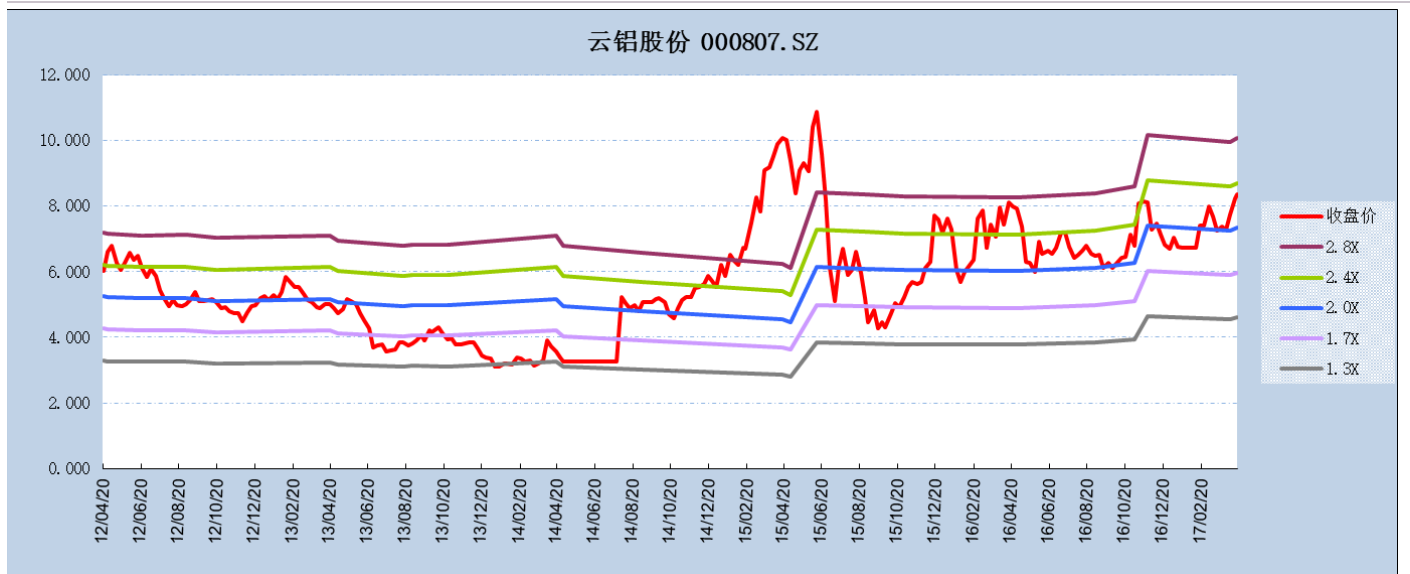


图表2: 公司 PE-Bands 图



资料来源:Wind 联讯证券

图表3: 公司 PB-Bands 图



资料来源:Wind 联讯证券



附录：公司财务预测表（亿元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	94.01	92.57	115.53	128.60	经营活动现金流	9.11	21.92	35.52	32.07
现金	42.74	35.95	48.43	62.45	净利润	2.07	7.43	11.83	14.97
应收票据及账款	7.00	9.75	12.16	12.16	折旧摊销	9.83	10.02	10.02	10.02
其它应收款	3.26	3.00	3.00	3.00	财务费用	7.98	7.71	7.71	7.71
预付账款	3.82	5.00	5.00	5.00	投资损失	-0.01	0.00	0.00	0.00
存货	32.49	33.86	41.92	40.97	营运资金变动	-3.41	-2.19	13.71	-1.89
其他	4.70	5.02	5.02	5.02	其它	-7.36	-1.05	-7.74	1.27
非流动资产	225.26	231.74	236.74	236.74	投资活动现金流	-14.75	-20.00	-20.00	-18.05
长期投资	2.06	2.10	2.10	2.10	资本支出	14.18	5.00	5.00	0.00
固定资产及在建工程	193.79	198.79	203.79	203.79	长期投资	2.06	2.10	2.10	2.10
无形资产	9.88	10.00	10.00	10.00	其他	1.49	-12.90	-12.90	-15.95
其他	19.53	20.85	20.85	20.85	筹资活动现金流	17.89	-8.71	-3.04	0.00
资产总计	319.27	324.31	352.27	365.34	短期借款	53.50	50.60	50.60	50.60
流动负债	163.84	162.48	178.60	176.71	长期借款	23.05	23.63	23.63	23.63
短期借款	53.50	50.60	50.60	50.60	其他	-58.66	-82.94	-77.27	-74.23
应付账款	65.98	67.72	83.84	81.95	现金净增加额	12.30	-6.79	12.48	14.02
其他	44.36	44.16	44.16	44.16					
非流动负债	56.76	55.75	55.75	55.75	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
长期借款	23.05	23.63	23.63	23.63	成长能力				
其他	33.71	32.12	32.12	32.12	营业收入	-2%	5%	25%	0%
负债合计	220.60	218.23	234.35	232.46	营业利润	128%	256%	59%	27%
少数股东权益	6.29	6.89	7.49	8.09	归属母公司净利润	283%	515%	64%	28%
归属母公司股东权益	92.38	99.20	110.43	124.80	获利能力				
负债和股东权益	319.27	324.32	352.27	365.35	毛利率	14.2%	16.6%	17.3%	19.1%
					净利率	1.3%	4.6%	5.8%	7.4%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE	1.8%	1.6%	1.8%	1.6%
营业收入	155.43	162.44	202.64	202.64	偿债能力				
营业成本	133.41	135.43	167.68	163.90	资产负债率	69%	67%	67%	64%
营业税金及附加	0.60	0.41	0.51	0.51	流动比率	0.57	0.57	0.65	0.73
营业费用	4.14	4.37	5.43	5.43	速动比率	0.38	0.36	0.41	0.50
管理费用	6.25	5.24	6.54	6.39	营运能力				
财务费用	7.99	7.71	7.71	7.71	总资产周转率	0.51	0.50	0.60	0.56
资产减值损失	0.42	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
公允价值变动收益	-0.02	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.05	0.26	0.43	0.55
投资净收益	0.01	0.00	0.00	0.00	每股净资产	3.54	3.81	4.24	4.79
营业利润	2.61	9.29	14.78	18.71	估值比率				
营业外收入	0.40	0.00	0.00	0.00	P/E	190	36	22	17
营业外支出	0.29	0.00	0.00	0.00	P/B	2.68	2.50	2.24	1.98
利润总额	2.72	9.29	14.78	18.71	EV/EBITDA	8.66	6.75	5.72	4.67
所得税	0.65	1.86	2.96	3.74					
净利润	2.07	7.43	11.83	14.97					
少数股东损益	0.96	0.60	0.60	0.60					
归属母公司净利润	1.11	6.83	11.23	14.37					
EBIT	10.70	17.00	22.49	26.42					
EBITDA	20.53	27.01	32.51	36.44					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com